

# Über die Verwertung von Misstrauen auf Finanzmärkten

## Zur Rolle synthetischer CDOs im Rahmen der Finanzkrise von 2007

Henrik Dosdall

*Beitrag zur Ad-hoc-Gruppe »Vertrauenskrisen – Forschungsstand und Perspektiven der soziologischen Analyse« – organisiert von Michael Florian*

Vertrauen und Misstrauen führen bei der Analyse von Finanzmärkten ein eher bescheidenes Dasein. Der schwedische Wirtschaftssoziologe Richard Swedberg konstatiert gar, das Thema Vertrauen auf Finanzmärkten sei »badly underresearched« (Swedberg 2010: 102). Einer der Gründe für diese eher geringe Aufmerksamkeit mag darin liegen, dass sowohl Vertrauen als auch Misstrauen als Chiffren für Systemzustände gedacht werden. Herrscht im Finanzsystem Vertrauen vor, funktioniert das System. Misstrauen im Gegenzug ist Ausweis einer Krise, da Marktbeziehungen in diesem Fall nicht länger durch Vertrauen charakterisiert sind. Dergestalt interpretiert, lässt sich die Unterscheidung von Vertrauen und Misstrauen ohne große Reibungsverluste der Unterscheidung von funktionierenden und krisenhaften Märkten subsumieren.<sup>1</sup> Problematisch ist dabei jedoch, dass eine solche Behandlung der Unterscheidung von Vertrauen und Misstrauen der Empirie auf Finanzmärkten nicht gerecht wird, wie im Folgenden am Beispiel der Finanzkrise von 2007 gezeigt werden soll.

Im Anschluss an die Arbeiten von Torsten Strulik (2004, 2008) geht die folgende Argumentation davon aus, dass eine der zentralen Vertrauensbeziehungen auf Finanzmärkten diejenige zwischen Ratingagenturen und Investoren<sup>2</sup> ist, wobei mit Investoren eine Vielzahl von Organisationen gemeint sein können wie Investmentbanken, Hedge- oder Pensionsfonds sowie kleinere

Vertrauensbeziehungen zwischen Investoren und den Ratingagenturen liegt schlicht darin, dass die Komplexität vieler Produkte so hoch ist, dass die Investoren schlicht überfordert wären, müssten sie diese Produkte sachlich überprüfen. Stattdessen verlassen sich die Investoren auf die Urteile der Ratingagenturen, die Auskunft über die Riskanz spezifischer Produkte geben. Die

1 Gleichzeitig wird solch eine statische Sicht auf Vertrauen und Misstrauen dadurch befördert, dass bekannt ist, in welchem hohen Maße Finanzmärkte auf Vertrauen angewiesen sind. Es fällt, anders gewendet, schwer, sich vorzustellen, wie Finanzmärkte ohne ein hohes Maß an Vertrauen funktionieren könnten.

2 Aus Gründen der sprachlichen Einfachheit wird im Folgenden der generische Maskulin verwendet.

Ratingagenturen bieten also Gewissheitsäquivalente an (Strulik 2008: 294), die wiederum von Investoren genutzt werden, um Zahlungsentscheidungen zu treffen.

Für die Investoren, die auf die Ratings zur Orientierung ihrer Investitionsentscheidungen zurückgreifen, sind diese Ratings jedoch wiederum intransparent (Hiß, Nagel 2012: 18). Mit anderen Worten, ist es für die Investoren selber nicht möglich, das Zustandekommen der Ratings nachzuvollziehen. Folglich müssen die Investoren, die Ratings in Anspruch nehmen, den Ratingagenturen im Hinblick darauf vertrauen, dass deren Urteile der Produktriskanz gerecht werden. Dieses Vertrauen ist notwendig, da Kontrolle schlechterdings unmöglich ist. Das Rating selber bleibt eine Black Box. Entsprechend handelt es sich bei dem Verhältnis von Ratingagenturen und Finanzmarktorganisationen also um einen Fall interorganisationalen Vertrauens, in der die Nutzer von Ratings eine »riskante Vorleistung« (Luhmann 2000: 27) eingehen, deren Nutzen erst in der Zukunft sichtbar wird.<sup>3</sup>

Für den Fall der Finanzkrise 2007 lässt sich jedoch empirisch feststellen, dass eine große Anzahl Marktteilnehmer frühzeitig dazu überging, den Ratingagenturen fundamental zu misstrauen. Paradoxerweise führte dieses Misstrauen jedoch nicht zum Abkühlen des Marktes. Stattdessen wird gezeigt, dass es gerade das Misstrauen gegen die Ratingagenturen war, dass immer neue Investitionen in den Markt, der mit hypotheckenbesicherten Anleihen handelte, erlaubte. Die Analyse dieses Verhältnisses zwischen Misstrauen und Vertrauen im Vorfeld der Finanzkrise setzt die Analyse eines der zentralen Produkte, die während der Krise gehandelt wurden, voraus: »*synthetische Collateralized Debt Obligations*« (im Folgenden: synthetische CDOs). Im Rekurs auf dieses Produkt wird die Ausgangsthese des Textes, dass Misstrauen eine Ressource für Investitionen in den Markt war, begründet werden.

In einem ersten Schritt wird die Differenz zwischen Vertrauen und Misstrauen aus theoretischer Perspektive dargestellt werden (II). Darauf aufbauend wird zunächst die Rolle von Ratingagenturen auf Finanzmärkten (III) und im Anschluss daran im Rahmen der Finanzkrise thematisiert (IV). Auf der Basis dieser Darstellungen werden in der Folge Kreditausfallversicherungen vorgestellt werden (V), die die zentrale Komponente von synthetischen CDOs sind. Letztere werden im finalen Analyseschritt (VI) behandelt, bevor die zentrale These der Argumentation noch einmal zusammenfassend dargestellt wird (VII).

## Vertrauen und Misstrauen

Das hier vorzutragende Argument greift auf einen funktionalistischen Vertrauensbegriff zurück (Luhmann 2000). Das zentrale Ausgangsproblem dieser Perspektive ist das Komplexitätsgefälle zwischen System und Umwelt. Grundsätzlich ist die Umwelt eines Systems immer komplexer als das System selber (ebd.: 39). Aus diesem Grund müssen soziale Systeme Komplexität reduzieren, um Handlungsfähigkeit herzustellen. Eine Möglichkeit, die Komplexität der Welt zu reduzieren, stellt dabei Vertrauen dar. Vertrauen erfüllt diese Funktion, indem unvollständige Informa-

---

<sup>3</sup> Vor diesem hier nur knapp skizzierten Hintergrund ist auch immer wieder auf die hohe Reputation, die Ratingagenturen wahren müssen, hingewiesen worden.

tionen hinsichtlich des Gegenübers »überzogen« werden (ebd.). Dieser Vorgang erlaubt es, die Überprüfung von Fakten durch Vertrauen zu ersetzen.

Ein zentrales Merkmal der Vertrauensbeziehung ist, dass der Vertrauensgeber nicht in der Lage ist, die Angaben des Vertrauensnehmers zu überprüfen. Mit Blick auf die hier relevante Beziehung zwischen Investoren und Ratingagenturen auf Finanzmärkten bedeutet dies, dass die Investoren, die auf Bewertungen der Ratingagenturen zurückgreifen, oftmals nicht in der Lage sind, die Adäquanz dieser Bewertungen zu kontrollieren. Stattdessen wird das Problem der unvollständigen Informationen aus der Sachdimension in die Sozialdimension verlagert. Entschieden wird folglich nicht über die sachliche Qualität der Ratings, sondern lediglich über die Frage, ob man den Ratingagenturen vertraut oder nicht. Dabei stellt Vertrauen immer eine »risikante Vorleistung« (ebd.: 27) dar, eine Vorleistung also, die Gefahr läuft enttäuscht zu werden, wenn der Vertrauensnehmer sich als nicht vertrauenswürdig erweist. Gleichsam erlaubt Vertrauen es jedoch, fehlende Informationen zu überwinden, indem der Informationsbedarf für den Vertrauensgeber reduziert wird (ebd.: 37f.): Vertrauen (statt Kontrolle) erlaubt also das Gewinnen eigener Handlungsgrundlagen.

Ein zentrales Charakteristikum des funktionalistischen Vertrauensbegriffes ist, dass er Misstrauen als funktionales Äquivalent zu Vertrauen behandelt. Auch Misstrauen dient folglich der Reduktion von Komplexität, ist also nicht einfach nur der Entzug von Vertrauen. Dieser Entzug würde die, vormals durch Vertrauen reduzierte, Komplexität der Welt lediglich wiederherstellen (ebd.: 92) und damit den möglichen Handlungsspielraum auf den sehr begrenzten Raum des sicher Wissbaren eingrenzen. Misstrauen ist also nicht einfach nur die Abwesenheit von Vertrauen, sondern muss als ein Mechanismus verstanden werden, der durch das Zuspitzen negativer Erwartungen Komplexität reduziert (ebd.: 93).

Im Folgenden soll die für diesen Argumentationsgang relevante Vertrauensbeziehung zwischen Ratingagenturen und Finanzmarktakteuren begründet werden.

## Ratingagenturen auf Finanzmärkten

Ratingagenturen adressieren ein zentrales Problem auf Finanzmärkten: die hohe Intransparenz und Komplexität vieler Produkte macht es für viele Investoren unmöglich, die Produkte sachlich nachzuvollziehen. Die Informationskosten wären schlicht so hoch, dass der Handel zum Erliegen käme. An dieser Funktionsstelle setzen Ratingagenturen ein (Hiß, Nagel 2012: 67ff.), indem sie auf ein Buchstabensystem zurückgreifen, das die Riskanz der jeweiligen Investition zum Ausdruck bringt. Dieses System sieht Bewertungen von AAA (sehr sicher) bis BB (hochriskant) vor. Dabei reduzieren die Ratings in allen drei Sinndimensionen Komplexität für Investoren: In der Sozialdimension machen sie davon unabhängig, von wem man etwas kauft, in der Sachdimension, welches Produkt man kauft, und in der Zeitdimension reduzieren sie Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Investition. In diesem Sinne stellen sie Entscheidungsgrundlagen für Finanzmarktakteure zur Verfügung. Während Ratingagenturen in ihrer Funktion (Cantor, Packer 1994; Strulik 2000, 2004, 2008; Hiß, Nagel 2012) sowie ihren historischen Ursprüngen (Berghoff 2005) an anderer Stelle bereits ausgiebig beschrieben und analysiert wor-

den sind, soll im Folgenden der Fokus auf die Vertrauensbeziehungen der Marktteilnehmer zu den Ratingagenturen gelegt werden.

Damit Ratingagenturen ihre Funktion für die Finanzmärkte erfüllen können, benötigen sie das Vertrauen der Marktteilnehmer. Da die Ratings selber eine organisationale Leistung darstellen, ist ihr Zustandekommen für die Umwelt der Ratingagenturen intransparent (Hiß, Nagel 2012: 18), was nichts anderes bedeutet, als dass die Marktteilnehmer darauf vertrauen müssen, dass die Ratings korrekt sind. Überprüfbar sind sie hingegen nicht, da der Ratingprozess selber eine Black Box darstellt (MacKenzie 2011: 1784).<sup>4</sup> Darüber hinaus ist allgemein bekannt, dass Ratings den Status einer Meinung haben. Den Organisationen, die Ratings in Anspruch nehmen, stehen also keinerlei Schadensersatzansprüche in dem Fall zu, dass sich eine Bewertung als nicht korrekt erweist.

Da die Marktteilnehmer also weder in der Lage sind, die Bewertungsprozesse der Agenturen nachzuvollziehen noch im Schadensfall rechtlich abgesichert sind, setzt das Nutzen von Ratings stattdessen Vertrauen in die Agenturen voraus.<sup>5</sup> Und dies in exakt dem oben beschriebenen Sinne: die Orientierung an den Bewertungen der Agenturen überführt das nicht lösbare Komplexitätsproblem, das sich mit Blick auf intransparente Finanzprodukte und deren unsichere Zukunftsentwicklung ergibt, in eine Frage, die in der Sozialdimension verortet ist: Vertraut oder misstraut man den Ratingagenturen? Damit ist auch gesagt, dass Ratingagenturen konstitutiv für die Differenz von Vertrauen und Misstrauen auf Finanzmärkten sind. In dem Maße, in dem die Bewertungen der Agenturen die Auseinandersetzung mit der sachlichen Komplexität der Produkte ersetzen, kontrollieren die Vertrauenden nicht mehr Fakten, sondern nur noch die Vertrauensbeziehung selber (Luhmann 2000: 36).

## Die Rolle der Ratingagenturen in der Finanzkrise

Blickt man mittels des hier skizzierten Vertrauensbegriffes auf die Finanzkrise von 2007, so fällt zunächst die immens hohe Komplexität der Produkte auf, die den Kern der Finanzkrise darstellen (MacKenzie 2011: 1778). Diese Produktkomplexität war in erster Linie dem Handel mit hypothekenbezogenen Wertpapieren geschuldet. Bei hypothekenbesicherten Wertpapieren handelt es sich um Anleihen, die einem einfachen Prinzip folgen: sie kaufen eine Vielzahl von Hypotheken auf und fassen diese in einem Pool zusammen. Dieser Hypothekenpool generiert in der

---

<sup>4</sup> Im Rahmen der Finanzkrise von 2007 machten die Ratingagenturen zumindest die mathematischen Modelle, mit denen sie ihre Bewertungen vornahmen, öffentlich. Als Folge davon stellten sich insbesondere die großen Wall-Street-Banken auf die Bewertungsmodelle der Agenturen bei der Strukturierung ihrer Finanzprodukte ein (FCIC 2011: 149f.). Carruthers folgert hieraus einen Fall von Performativität (Carruthers 2010: 168). Allerdings kommen Ratings nicht ausschließlich als mathematische Konditionalprogramme zustande. Vielmehr werden die errechneten Modelle durch die Einschätzung eines Gremiums ergänzt. Inwiefern die Banken diese qualitativen Bewertungsprozesse gezielt beeinflussen konnten, bleibt dabei unklar – auch wenn klar ist, dass es einen hohen Produktionsdruck bei den Agenturen gab.

<sup>5</sup> Entsprechend müssen Ratingagenturen ein hohes Maß an Reputation erzeugen. Hierbei handelt es sich um eine Bestandsbedingung, die oftmals als Argument dafür ins Feld geführt wird, dass Ratingagenturen wenig Anreize dafür haben, Bewertungen unnötig optimistisch ausfallen zu lassen. Schließlich fällt eine zunehmende Anzahl an falschen Bewertungen auf die Reputation der Agenturen zurück. Die Reputation der Agenturen wirkt also selbstdisziplinierend (siehe Cantor, Packer 1994: 4; Strulik 2008).

Folge Einnahmen durch die Tilgungszahlungen, die die Hypothekennehmer an den Pool leisten müssen. Ansprüche auf diese Einnahmen werden dann in der Form von Anleihen an Investoren verkauft. Diese wiederum sind durch den Erwerb dieser Anleihen zum Erhalt regelmäßiger Zinszahlungen aus dem Hypothekenpool berechtigt. Doch auch wenn sich das grundlegende Funktionsprinzip dieser Wertpapiere einfach beschreiben lässt, liegt die Bestimmung der Riskanz eines solchen Produktes weit außerhalb der Möglichkeiten der meisten Marktteilnehmer. Dies hat primär mit der hohen Anzahl der Hypotheken zu tun, die in solch einem Pool versammelt sind und deren Qualität, wenn überhaupt, nur unter hohem Aufwand zu bestimmen wäre. Entsprechend bedarf es einer dritten Partei, die den Investoren gegenüber die Qualität der geschaffenen Wertpapiere bestätigt. Diese Rolle übernahmen die Ratingagenturen.

Blickt man auf die immense Komplexität der oben nur kurz skizzierten Produkte, so fällt aus einer funktionalistischen Perspektive sofort das hohe Maß an Vertrauen auf, das den Ratingagenturen entgegengebracht wurde. Ohne dieses Vertrauen wiederum wäre die Komplexität hypothekenbesicherter Produkte nicht auszuhalten gewesen. In einer Formulierung von Jens Beckert könnte man auch sagen, dass sich die Käufer dieser Papiere ohne ein hohes Maß an Vertrauen in die Ratingagenturen nicht hätten »beruhigen« lassen (Beckert 2002). In diesem Sinne ist die Handelbarkeit dieser komplexen Produkte gleichzeitig Ausweis des hohen Vertrauens in die Ratingagenturen. Ohne das Vertrauen in die Korrektheit der Bewertungen der Agenturen wäre es nicht möglich gewesen, diese Produkte zu verkaufen (PSOI 2011: 29).

Diesem hohen Vertrauen zum Trotz waren die Annahmen, auf denen die guten Ratings für diese Produkte zustande kamen, jedoch in mindestens zwei Hinsichten fundamental fehlerhaft. Zum einen hatten die Ratingagenturen ein Datenproblem. Insbesondere für exotischere Produkte wie bspw. »*Collateralized Debt Obligations*«, die auf hochriskanten Hypotheken beruhten, standen ihnen kaum Daten zur Verfügung, auf deren Basis sie die Riskanz dieser Produkte hätten simulieren können (PSOI 2011: 288). Mit diesem Dilemma konfrontiert, schufen die Ratingagenturen dergestalt Abhilfe, dass sie einfach Daten nutzten, über die sie ohnehin bereits verfügten. Diese bezogen sich jedoch primär auf sichere Hypotheken und damit nicht auf die hochriskanten Hypotheken, die zum Inbegriff der Finanzkrise werden sollte. Ein Mitarbeiter der Ratingagentur Moody's fasste diesen paradoxen Versuch, die Qualität eines Wertpapiers, das auf hochriskanten Hypotheken basierte, durch den Rekurs auf Daten über relative sichere Hypotheken zu bestimmen dahingehend zusammen, dass die Ratingagenturen versuchten, mit »Wetterdaten für die Antarktis das Wetter in Hawaii vorauszusagen« (PSOI 2011: 289).

Zusätzlich zu den ungeeigneten Daten, die genutzt wurden, um die zukünftige Performance hochriskanter Wertpapiere vorherzusagen, wurde auch die Korrelation der Ausfälle von Hypothekennehmern falsch eingeschätzt. Damit ist gemeint, dass die Ratingagenturen nur ungenügend in Rechnung stellten, dass eine große Anzahl riskanter Hypothekennehmer dazu tendierte, zur selben Zeit auszufallen (MacKenzie 2011). Verschärfend kam hinzu, dass die Agenturen gegenüber den sich selber verstärkenden Effekten dieser Ausfälle weitestgehend blind waren (Tett 2010: 75; Lowenstein 2010: 44).<sup>6</sup>

<sup>6</sup> Die Ausführungen verstehen sich in Anbetracht der Längenbeschränkungen des Textes als simplifizierte Annäherungen. Die tatsächlichen Vorgänge stellen sich als sehr viel komplizierter dar.

Das Resultat war, dass das Risiko dieser Produkte unterschätzt wurde. Entsprechend vergaben die Ratingagenturen bis zum Sommer 2007 zum Teil sehr gute Bewertungen für Finanzprodukte, die de facto aus der riskanten Wette bestanden, dass Hypothekennehmer mit schlechter Bonität in der Lage sind, ihre Kredite zurückzuzahlen. Gleichzeitig führten diese übermäßig optimistischen Einschätzungen der Agenturen zu einem wachsenden Misstrauen auf Seiten der Investoren.

## Misstrauen und Kreditausfallversicherungen

Vor dem Hintergrund dieser Fehleinschätzungen durch die Ratingagenturen lässt sich spätestens ab 2005 zunehmendes Misstrauen auf Seiten der Investoren gegenüber den Ratingagenturen feststellen. Differenziert man diese Investoren nach Organisationstypen, so fällt auf, dass es zunächst vor allem kleine Hedgefonds waren, in denen sich das Misstrauen gegenüber den Ratingagenturen manifestierte (Zuckerman 2010; Lewis 2011). Erst später begannen einige große Wall-Street-Banken damit, ihr Vertrauen hinsichtlich der Agenturen ebenfalls zu überprüfen. Eine Konsequenz dieses steigenden Misstrauens gegen die Agenturen war die Einführung von »Kreditausfallversicherungen« (Credit Default Swaps) ab 2005 (Lewis 2011; PSOI 2011: 34; MacKenzie 2012). Mit diesem Produkt war es das erste Mal möglich, sich effektiv gegen den Ausfall von Produkten zu versichern, die auf hochriskanten Hypotheken beruhten. Zu diesem Zweck bezahlte der Versicherungsnehmer eine Prämie an den Versicherungsgeber. Im Gegenzug verpflichtete sich der Versicherungsgeber den Versicherungsnehmer im Fall eines »credit events«, in dem Fall also, dass das Wertpapier unter eine zuvor festgelegte Preisgrenze fallen sollte, zu entschädigen. Auf diese Art und Weise war es möglich, sich durch den Kauf von Kreditausfallversicherungen gegen potentielle Wertverluste zu versichern, die sich aus der hypothekenbezogenen Produkten ergaben.

Trotz der Möglichkeit sich mittels Kreditausfallversicherungen buchstäblich gegen solche Verluste zu versichern, ist die Rede von Versicherung jedoch nicht korrekt. Dies liegt daran, dass der Käufer einer Kreditausfallversicherung das Wertpapier, gegen dessen Wertverlust er sich versichert, nicht besitzen musste. Bei Kreditausfallversicherungen handelt es sich also, um eine nach der Finanzkrise bekannt gewordene Formulierung zu nutzen, um Feuerversicherungen, die auf das Haus des Nachbarn abgeschlossen werden können (FCIC 2011: 236).

Vor diesem Hintergrund wundert es nicht, dass Kreditausfallversicherungen sowohl zu Versicherungszwecken (Risikomanagement), also auch zu Zwecken der Spekulation verwendet wurden. Während viele Banken diese Versicherungen auf Wertpapiere kauften, um sich gegen negative Preisentwicklungen ihres Portfolios abzusichern (MacKenzie 2008), verfolgten Hedgefonds oftmals eine andere Strategie, indem sie Kreditausfallversicherungen auf Wertpapiere kauften, die sich nicht in ihrem Besitz befanden. Mit anderen Worten wetteten sie auf eine Abwertung hypothekenbesicherter Produkte, die für sie wiederum hohe Gewinne versprach. Diese Wette basierte dabei auf der Annahme, dass sich die sehr guten Bewertungen hypothekenbesicherter Wertpapiere durch die Ratingagenturen als falsch erweisen würden. Zu dieser Annahme kamen die Hedgefonds oftmals auf der Basis eigener Rechenmodelle, die breite

Preiskorrektur im Markt für hypothekenbesicherte Anleihen prognostizierten (Lewis 2011). Zur Erinnerung: die Ratingagenturen vergaben auch als Hedgefonds und andere Marktteilnehmer damit begannen, in hohem Maß gegen Produkte zu wetten, die auf hochriskanten Hypotheken basierten, immer noch sehr gute Bewertungen für eben diese Produkte. Im Kern wetteten die Hedgefonds also gegen die Urteile der Ratingagenturen. In dem Moment, in dem sich diese Urteile als falsch erwiesen, würden die oben erläuterten Kreditausfallversicherungen greifen und die Hedgefonds für Wertverluste auf Wertpapiere entschädigen, in deren Besitz sie oftmals nicht waren. Möglich war dies vor allem, weil diejenigen, die den Urteilen der Agenturen zunehmend misstrauten, problemlos Versicherungen von denjenigen kaufen konnten, die den Urteilen der Agenturen nach wie vor vertrauten. Für die Investoren wiederum, die den Urteilen der Agenturen nach wie vor vertrauten, stellte sich der Verkauf von Kreditausfallversicherungen zunächst als profitables und weitestgehend risikofreies Geschäft dar; schließlich wurden zunehmend Versicherungen für sehr gut bewertete Wertpapiere nachgefragt, deren Rating so hoch war, dass man kaum mit einem Ausfall dieser Papiere rechnen musste. Vor diesem Hintergrund liegt die These des hier vorliegenden Beitrages darin, dass das Misstrauen, das sich in dem Kauf von Kreditausfallversicherungen dokumentierte, gleichzeitig eine Ressource für weitere Investitionen in den Markt darstellte, dass also erst das Misstrauen gegen die Ratingagenturen es ermöglichte, weiterhin in hohem Maß in den Markt zu investieren.

## Synthetische CDOs

Um zu verstehen, inwiefern der Abschluss von Versicherungen gegen den Markt dazu beitragen kann, dass neue Investitionen in den Markt stattfinden können, muss man die Produkte genauer analysieren, die die Finanzkrise prägten. Aufgrund der Platzbeschränkungen kann dies hier jedoch nur cursorisch geschehen.

Oben wurde bereits gezeigt, dass Hypotheken im Rahmen der Finanzkrise eine zentrale Rolle spielten. Dabei fokussierten sich die Banken, die diese hypothekenbasierte Produkte schufen, zunächst auf Hypotheken mit sehr guter Qualität, das heißt auf Hypotheken, die von Personen aufgenommen wurden, die insgesamt über eine gute Bonität verfügten. Mittels dieser Hypotheken wurden dann Anleihen geschaffen, die man an Investoren verkaufen konnte.

Hypotheken mit guter Bonität stellten jedoch eine begrenzte Ware da. Es gab schlicht nicht genug Hypotheken, die von Personen mit guter Bonität aufgenommen wurden, um den Appetit der Investoren für hypothekenbasierte Wertpapiere zu stillen. Die Folge dieser Diskrepanz aus hoher Nachfrage und geringem Angebot war, dass die Investmentbanken sich immer mehr in den Subprime Markt bewegten, also in den Markt, der aus Hypothekennehmern mit schlechter Bonität bestand. Dies war durch eine Entwicklung möglich geworden, deren Komplexität hier lediglich angedeutet werden kann. Im Kern aber geht es darum, durch Diversifizierung und Verbriefungen aus hochriskanten Hypotheken vermeintlich sichere Wertpapiere zu schaffen. Diese Entwicklung wurde maßgeblich durch so genannte Collateralized Debt Obligations ermöglicht, also durch Zweckgesellschaften, die sich auf das Aufkaufen riskanter verbriefter Hypotheken spezialisierten (FCIC 2011: 127ff.).

Gerade weil es jedoch möglich war, hochriskante Hypotheken in vermeintlich sichere Wertpapiere zu überführen, weil das Risiko dieser Hypotheken also vernachlässigbar schien, stieg die Nachfrage nach eben diesen riskanten Hypotheken noch einmal enorm an. Letztlich führte dies dazu, dass die Nachfrage nach hypothekenbezogenen Produkten das Angebot überstieg, so dass die Banken nach neuen Wegen Ausschau hielten, jene Produkte zu schaffen (ebd.: 8). An dieser Stelle kamen nun die oben bereits angesprochenen Kreditausfallversicherungen ins Spiel, da diese die Schaffung synthetischer CDOs erlaubten, also solcher Produkte, deren Schaffung nicht mehr länger die gleichzeitige Schaffung von Hypotheken voraussetzte.

Um zu verstehen, wie synthetische CDOs funktionierten, ist es hilfreich, noch einmal zu rekapitulieren, woher das Geld kommt, dass den Besitzern hypothekenbesicherter Wertpapiere ausgezahlt wird. Hypothekenbesicherte Wertpapiere, dies wurde oben dargestellt, kaufen eine Vielzahl von Hypotheken auf und versammeln diese Hypotheken in einem Pool. Dieser Pool wiederum generiert Zinszahlungen, da die Hypothekennehmer ihren monatlichen Tilgungen zahlen müssen. Diese Tilgungszahlungen, die die Hypothekennehmer leisten, werden nun in der Form von Anleihen an Investoren verkauft. Festzuhalten bleibt also, dass die Zahlungsströme in einem solchen Arrangement auf den Zinszahlungen von Hypothekennehmern basieren. Synthetische CDOs hingegen sind nicht länger auf die Zinszahlungen von Hypothekennehmern angewiesen, sie ersetzen diese Zahlungen vielmehr durch die Prämienzahlungen, die für Kreditausfallversicherungen fällig werden.

Um synthetische CDOs zu schaffen, kauften die Banken nicht mehr länger Hypotheken auf, sondern verkauften stattdessen Versicherungen auf hypothekenbasierte Produkte. Diese Versicherungen wiederum wurden dann von Investmentbanken oder Hedgefonds gekauft, die sich, wie wir oben gesehen haben, mit diesen Versicherungen entweder gegen Kursschwankungen absichern oder aber radikal gegen den Markt wetten wollten. Der entscheidende Punkt an dieser Konstruktion ist nun, dass die Banken die Einnahmen, die sie durch den Verkauf der Versicherungen erhielten (das heißt die Versicherungsprämien) analog zu den oben beschriebenen Hypotheken in einen Pool zusammenführten und auf diesen Pool wiederum Anleihen an Investoren verkauften. Diese neuen Anleihen, synthetische CDOs, wurden also auf der Basis von Versicherungen gegen den Markt geschaffen.

Für die Investoren bedeutete dies, dass sie die exakt gegenläufige Position zu den Versicherungskäufern einnahmen. Die Versicherungskäufer machten in dem Moment Gewinn, in dem der Markt zu kollabieren begann, wohingegen die Käufer der Anleihen synthetischer CDOs nur dann Gewinne machten, wenn der Markt weiter funktionierte. Aus der hier eingeschlagenen Perspektive ist jedoch zentral, dass die Anleihenkäufer unter anderen auch deshalb in den Markt investieren konnten, weil es eine ausreichend hohe Zahl an Investoren gab, die den Ratingagenturen so weit misstrauten, dass sie breitflächig Versicherungen gegen den Markt kauften.

## Fazit

Die These dieses Artikels lautet, dass sich am Fall synthetischer CDOs zeigen lässt, dass Misstrauen gegen die Ratingagenturen im Rahmen der Finanzkrise von 2007 eine Ressource für



weitere Investitionen in den Markt darstellte. Möglich wurde dies, indem Banken Versicherungen gegen den Markt verkauften und mittels der Versicherungsprämien, die sie für den Verkauf dieser Versicherungen erhielten, Wertpapiere schufen, die Investitionen in den Markt ermöglichen. Um die These richtig einordnen zu können, sei an dieser Stelle noch einmal darauf hingewiesen, dass nicht alle Käufer von Kreditausfallversicherungen auf einen Kollaps des Marktes wetteten. Viele Banken kauften diese Versicherungen nur, wie wir gesehen haben, um sich gegen potentielle Preisschwankungen ihres eigenen Portfolios abzusichern.

Dieser Risikomanagementfunktion ungeachtet gab es jedoch auch eine Vielzahl von Investmentbanken, bspw. Goldman Sachs (PSOI 2011: 318ff.) und Hedgefonds (Lewis 2011; Zuckerman 2010), die sich mit zunehmender Riskanz des Subprime Marktes darauf verlegten, mittels Kreditausfallversicherungen radikal gegen den Markt zu wetten. Präziser noch muss man sagen, dass sie radikal gegen die Urteile der Ratingagenturen wetteten, deren sehr gute Bewertungen hochriskanter Produkte Wetten gegen den Markt überhaupt erst profitabel erschienen ließen. Im Kern wurde also nicht gegen den Markt gewettet, sondern stattdessen gegen die guten Urteile der Ratingagenturen. In der Konsequenz hieß dies, dass diejenigen, die den Ratingagenturen weiterhin vertrauten, in den Markt investieren konnten, weil diejenigen, die den Ratingagenturen fundamental misstrauten gegen deren Urteile wetteten. Auf diesem Wege wurde Misstrauen also paradoxerweise zu einer Ressource, die weitere Investitionen in den sich überhitzenden Immobilienmarkt erlaubte.

Die hier präsentierte These darf, darauf wurde mehrfach hingewiesen, nicht zu der reduktiven Annahme zugespitzt werden, die Marktteilnehmer ließen sich in zwei Gruppen unterscheiden, die den Ratingagenturen entweder exklusiv vertrauten oder misstrauten. Bei den Käufern von Kreditausfallversicherungen, die gegen den Markt wetteten, handelte es sich nur um eine Teilmenge derjenigen, die dieses Produkt nutzten. Das tatsächliche Bild ist folglich sehr viel komplexer. Gleichsam war es nicht das Ziel dieses Beitrages, dieses empirische Bild mit all seinen Facetten zu rekonstruieren. Stattdessen sollte anhand der Beschäftigung mit synthetischen CDOs der Punkt stark gemacht werden, dass sich, zumindest im Rahmen der letzten großen Finanzkrise, die Rolle von Misstrauen keineswegs auf die Aussage reduzieren lässt, Misstrauen sei das Ergebnis der Finanzkrise gewesen.<sup>7</sup> Vielmehr trug das Misstrauen gegenüber den Ratingagenturen zur Entstehung der Krise bei.

## Literatur

- Beckert, J. 2002: Vertrauen und die performative Konstruktion von Märkten. *Zeitschrift für Soziologie*, 31. Jg., Heft 1, 27–43.
- Berghoff, H., 2005: Markterschließung und Risikomanagement. *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 92. Jg., 141–162.
- Cantor, R., Packer F., 1994: The Credit Rating Industry. *FRBNY Quarterly Review* Summer-Fall 1994: 1–26.
- Carruthers, Bruce G. 2010: Knowledge and Liquidity. Institutional and Cognitive Foundations of the Subprime Crisis. In M. Lounsbury, P. M. Hirsch (Hg.), *Markets on trial: The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis: Part A. The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*. Bingley: Emerald, 157–182

<sup>7</sup> Beispielsweise im Sinne einer Vertrauenskrise.

- Hiß, S., Nagel, S. 2011: Ratingagenturen zwischen Krise und Regulierung. Baden-Baden: Nomos.
- Lewis, M., 2011: *The Big Short. Inside The Doomsday Machine*. New York: W.W. Norton.
- Lowenstein, R. 2010: *The End of Wall Street*. New York: Penguin Press.
- Luhmann, N. 2000: *Vertrauen. Ein Mechanismus der Reduktion sozialer Komplexität*. Stuttgart: Lucius & Lucius.
- MacKenzie, D. A. 2008: End-of-the-World Trade. *London Review of Books*, 30. Jg., Heft 9, 24–26.
- MacKenzie, D. A. 2011: The Credit Crisis as a Problem in the Sociology of Knowledge. *American Journal of Sociology*, 116. Jg., Heft 6, 1778–1841.
- MacKenzie, D. A. 2012: Knowledge production in financial markets. Credit default swaps, the ABX and the subprime crisis. *Economy and Society*, 41. Jg., Heft 3, 335–359.
- Permanent Subcommittee On Investigations (PSOI) 2011: *Wall Street and The Financial Crisis. Anatomy of a Financial Collapse*. Hg. v. Permanent Subcommittee On Investigations. United States Senate.
- Strulik, T. 2000: Funktionen und Folgen privater Rating- Agenturen im Kontext der Regulierung globaler Finanzmärkte. *Soziale Welt*, 51. Jg., Heft 4, 443–462.
- Strulik, T. 2004: *Nichtwissen und Vertrauen in der Wissensökonomie*. Frankfurt, New York: Campus.
- Strulik, T. 2008: Evaluationen in der Wirtschaft: Ratingagenturen und das Management des Beobachtetwerdens. In H. Matthies, D. Simon (Hg.), *Wissenschaft unter Beobachtung*. Wiesbaden: VS Verlag für Sozialwissenschaften, 288–314.
- Swedberg, R. 2010: The Structure of Confidence and the Collapse of Lehmann Brothers. In M. Lounsbury, P. M. Hirsch (Hg.), *Markets on trial. The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*. Bingley: Emerald, 71–109.
- Tett, G. 2010: *Fool's gold. How unrestrained greed corrupted a dream, shattered global markets and unleashed a catastrophe*. Updated ed. London: Abacus.
- The Financial Crisis Inquiry Report (FCIC) 2011: *Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crisis in the United States*. Official Government ed. Washington, DC: Financial Crisis Inquiry Commission.
- Zuckerman, G. 2010: *The Greatest Trade Ever. The Behind-The-Scenes Story of How John Paulson defied Wall Street and Made Financial History*. New York: Crown Business.